

学校编码: 10384

分类号__密级__

学号: 17520131151138

UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

风险投资及其异质性的对 IPO 盈余管理的影响
——来自深圳创业板的实证研究

The effect of venture capital and its heterogeneity on the
Earnings Management of IPO: Evidence from GEM

陈黎明

指导教师姓名: 陈少华教授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2016 年 月

论文答辩时间: 2016 年 月

学位授予日期: 2016 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2016 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

改革开放以来，我国资本市场逐步开放，国外越来越多的资本性态进入中国，风险投资则是其中最为重要的一种。风险投资对丰富我国资本结构、促进高科技创新产业的发展以及规范创业型企业治理结构等方面起到了不可替代的作用，因此，风险投资获得了我国政府的大力支持。特别是 2009 年我国创业板市场推出后，创业板成为了风险投资退出的重要渠道之一，间接的加速了我国风险投资的发展。而风险投资对企业上市过程中的作用也不不断地被学者关注。

国内外学者对风险投资及 IPO 盈余管理的研究甚多，主要集中在“认证假说”、“监督假说”和“逐名假说”三个方向。前两种观点都认为风险投资在 IPO 过程中的不利行为起到抑制作用，第三种观点认为风险投资不仅没有起到积极作用，反而还对企业 IPO 过程中的不利行为“推波助澜”。国内外学者对以上三种观点的研究结论也不尽一致。

本文选取 2009 年到 2012 年在我国创业板上市的 355 家上市公司为研究对象，考察了创业板上市公司 IPO 过程中的盈余管理关系，实证研究了风险投资及其异质性对盈余管理的影响。实证结果表明，我国创业板上市公司在 IPO 过程中普遍存在盈余管理行为，而风险投资对该行为有显著地抑制作用，说明我国风险投资起到了一定的认证监、督作用。此外，在考虑风险投资性质后发现，独立背景的风险投资能够显著降低企业的盈余管理行为，而政府背景的风险投资则未得出显著结论，而且，组织形式为有限合伙制的风险投资也未显著抑制盈余管理行为，说明政府背景的风险投资并未起到认证监督作用，组织形式为有限合伙的风险投资监督认证作用也较弱。

关键词：创业板；风险投资；盈余管理

Abstract

Since The Reform and Opening, China's capital market is gradually opening up. Over the past thirty years, more and more foreign capital states are rushing to China, venture capital included. Venture capital won the strong support of the Chinese government, because it played an important role in enriching the capital structure, promoting the high-tech industries development. Especially since the introduction of China's GEM market in 2009, GEM has become one of most important withdraw channels of venture capital and academic research about VC also be the center of attention.

There are lots of research at home and abroad on venture capital and IPO earnings management, mainly concentrated in three viewpoints: Certification hypothesis, Monitoring hypothesis and Grandstanding hypothesis. The first two viewpoints think the venture capital plays a positive role. But the third viewpoint just hold the opposite view that the venture capital does not play a positive role, but also encourage the adverse behavior in IPO. The research conclusion at home on the VC are also different too.

In this paper, I select in 355 SMEs listed on GEM in our country during the 2009 to 2012 as the research object, in order to detect to the relationship of VC and earning management in the IPO process. The results show that China's GEM listed companies obviously have earning management behavior, and the VC on this behavior has significant inhibitory effect, indicating that the venture capital in our country plays certain certification and supervision role. In addition, independent background venture capital can significantly reduce the enterprise's earnings management behavior, but government background venture capital do not draw signifcation conclusions. And if the VC's organization form is limited partnership, the conclusion does not significant. It shows that the VC of government has not play a role in the supervision and certification, and the limited partnership system is really short.

Keywords: Venture Capital; GEM ; Earnings Management

目 录

第一章 绪论	12
1.1 研究背景及意义	12
1.1.1 研究背景	12
1.1.2 研究意义	15
1.2 研究方法、研究内容及创新	16
1.2.1 研究方法	16
1.2.2 研究内容	17
1.3.3 研究创新	18
第二章 文献综述	19
2.1 风险投资及其异质性与 IPO 关系研究	19
2.1.1 国外研究	19
2.1.2 国内研究	21
2.2 风险投资及其异质性对盈余管理的研究	23
2.2.1 国外研究	23
2.2.2 国内研究	25
2.3 现有研究总结	27
第三章 理论分析及研究假设	28
3.1 风险投资及其异质性相关理论分析	28
3.1.1 风险投资及其异质性的概念	28
3.1.2 信息不对称理论	29
3.1.3 契约理论——利益约束机制	30
3.2 盈余管理相关理论	31
3.2.1 盈余管理的概念	31
3.2.2 创业板 IPO 盈余管理的动机	32
3.2.3 盈余管理的计量模型	32

3.3 风险投资及其异质性与公司盈余管理之间的逻辑关系	34
3.3.1 风险投资对盈余管理的影响	34
3.3.2 风险投资异质性对盈余管理的影响	34
3.4 研究假设及依据	35
第四章 实证研究设计	37
4.1 样本选取及数据来源	37
4.2 模型构建	38
4.3 变量选取	39
4.3.1 被解释变量	39
4.3.2 主要解释变量	39
4.3.3 控制变量	40
第五章 实证结果分析	43
5.1 样本描述性统计	43
5.2 变量的描述性统计和相关性分析	46
5.2.1 创业板市场盈余管理程度的计算	46
5.2.2 变量的描述性统计	48
5.2.3 变量相关性分析	49
5.3 多元回归分析	50
5.3.1 风险投资对盈余管理影响回归分析	50
5.3.2 风险投资异质性对盈余管理影响回归分析	52
5.4 稳健性检验	54
第六章 研究结论及建议	55
6.1 研究结论	55
6.2 研究建议	56
6.2.1 我国创业板市场建议	56
6.2.2 促进我国风险投资发展建议	57
6.3 研究不足	57

参考文献	59
------------	----

致谢	62
----------	----

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Chapter 1 Itroduction.....	12
1.1 Background and Significance of the Research	12
1.1.1 Background of the Research	12
1.1.2 Significance of the Research.....	15
1.2 Resarch Methods,Contents and Innovation.....	16
1.2.1 Research Methods	16
1.2.2 Research Contents.....	17
1.3.3 Research Innovation.....	18
Chapter 2 Literature Review	19
2.1 Research on the IPO relationship between VC and its heterogeneity	19
2.1.1 Foreign Literature Review	19
2.1.2 Domestic Literature Review	21
2.2 Research on VC and its heterogeneity to earnings management.....	23
2.2.1 Foreign Literature Review	23
2.2.2 Domestic Literature Review	25
2.3 Summary of existing research	27
Chapter 3 Theoretical analysis and Research hypothesis.....	28
3.1 Theories of VC and its heterogeneity.....	28
3.1.1 The concept of venture capital and its heterogeneity.....	28
3.1.2 Information Asymmetry Theory	29
3.1.3 Contract Theory——Interest restraint mechanism	30
3.2 Theories of Earnings Management.....	31
3.2.1 The concept of Earnings Management.....	31
3.2.2 Motivation for earnings management of the gem IPO.....	32
3.2.3 Econometric model of earnings management.....	32

3.3 The relationship between VC and its heterogeneity and earnings management	34
3.3.1 The effect of VC on Earnings Management	34
3.3.2 The effect of VC heterogeneity on Earnings Management.....	34
3.4 Research hypothesis and basis	35
Chapter 4 Empirical research design.....	37
4.1 Sample selection and data sources	37
4.2 Model building.....	38
4.3 Model variable selection	39
4.3.1 Explanatory variable	39
4.3.2 Explanatory variable	39
4.3.3 Explain control variables	40
Chapter 5 Empirical result analysis.....	43
5.1 Sample descriptive statistics	43
5.2 Descriptive statistics and correlation analysis of variables	46
5.2.1 The calculation of earnings management in the GEM market.....	46
5.2.2 Descriptive statistics of variables.....	48
5.2.3 Variable correlation analysis	49
5.3 Multiple regression analysis	50
5.3.1 Multiple regression analysis on the impact of VC on Earnings Management.....	50
5.3.2 Multiple regression analysis on the impact of VC heterogeneity on Earnings Management	52
5.4 Robustness check.....	54
Chapter 6 Conclusions and Suggestions	55
6.1 Conclusions	55
6.2 Suggestions	56

6.2.1 On China's GEM market	56
6.2.2 On VC in China.....	57
6.3 Shortage of the Research	57
Reference.....	59
Acknowledgments	62

厦门大学博士论文摘要库

第一章 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

1946 年美国研究与发展公司（ARD）的成立作为里程碑事件揭开了现代风险资本管理的序幕，风险投资在美国得到迅速发展并在接下来几十年内遍布全球。1985 年，中发 6 号文《关于科学技术体制改革的决定》中指出：“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给以支持。”同年，中国新技术创业投资公司成立，开启我国风险投资事业的篇章。而真正引起国家重视，是 1988 年“一号提案”提交后，中央颁布了《关于加强技术创新、发展高科技、实现产业化决定》和《关于建立我国风险投资机制的若干意见》，我国的风险投资事业才真正作为创新型融资制度被系统地提出和广泛推进。

经过近 30 年的时间，特别是自 2006 年《创业投资企业管理暂行办法》的正式颁布实施以及 2007 年新的《合伙企业法》和《外国投资者并购境内企业规定》的通过以来，我国风险投资事业得到空前发展，并越来越得到国际投资者的青睐，中国也成为全球风险投资市场中仅次于美国的第二活跃区域。

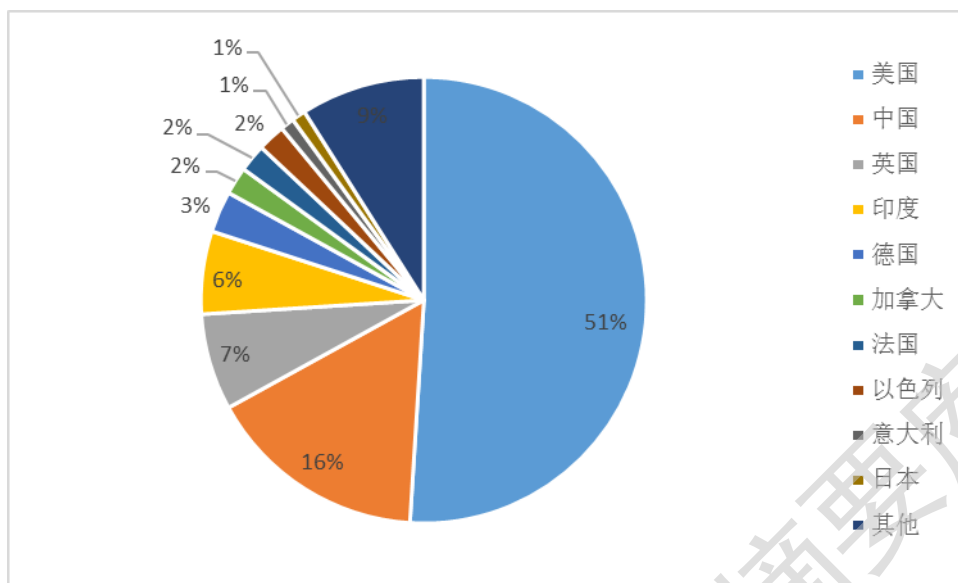


图 1-1 2014 年全球市场风险投资区域分布

数据来源：资本实验室 《2014 年度全球风险投资与趋势报告》

据道道琼斯风险资本数据统计，我国风险投资总额在 2006~2014 年间呈现波动增长，2014 年达到 155 亿美元，是 2006 年以来峰值 73 亿美元的两倍。其中 2009 年和 2012 年规模骤降是因为受到 2009 年全球金融危机和 2011 年欧洲债务危机的影响所。

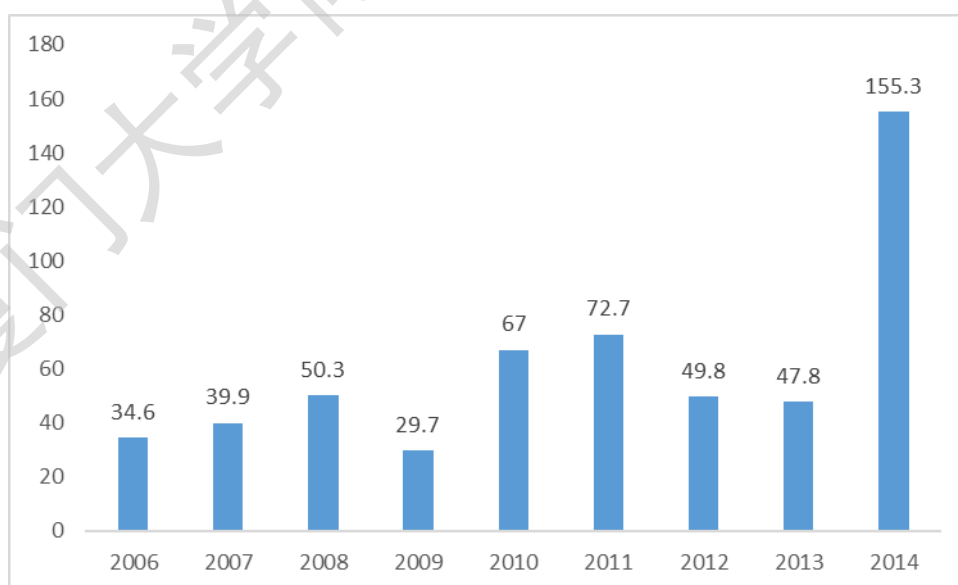


图 1-2 2006-2014 年中国风险投资额（亿美元）

数据来源：Dow Jones Venture Source

在全球金融危机持续发酵以及中国资本市场发展日趋完善的背景下，深圳创业板市场于 2009 年 10 月成功推出。创业板市场的创立意义重大：一方面，在 2009 年全球金融危机影响持续的情况下振奋了投资者对金融市场的信心；另一方面，进一步拓宽了高科技中小企业的融资渠道，进而吸引了风险投资对高科技企业持续、高涨的关注，创业板也随之成为风险资本退出的重要渠道之一。从图 1-3 中可以看出，2008 年到 2014 年期间，我国共有 422 家有风险投资支持的公司成功上市，其中 2014 年为 61 家，虽不及期间峰值 141 家，但已远超 2013 年的 15 家。

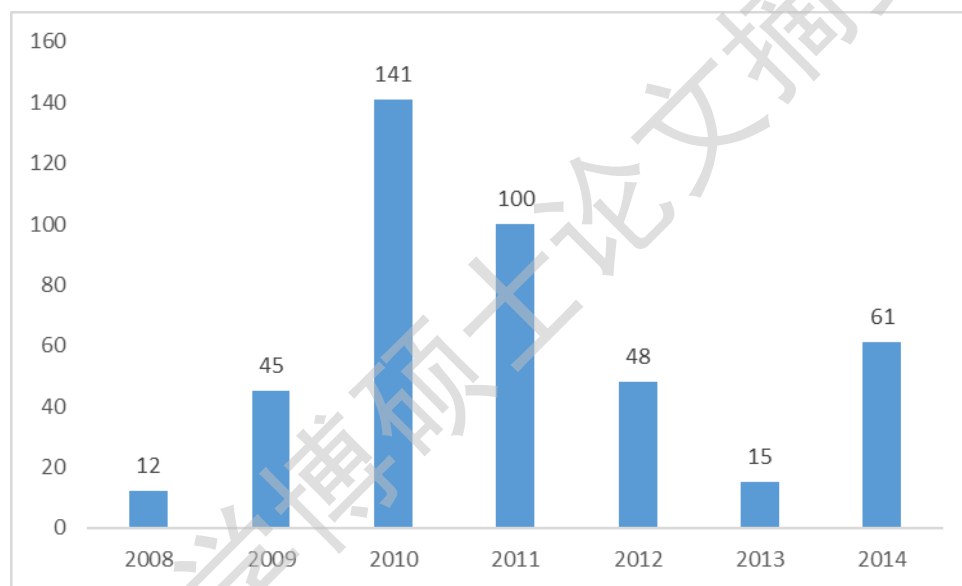


图 1-3 风险投资支持的公司 IPO 数目

数据来源：Dow Jones Venture Source

通过帮助创业型企业上市，来实现风险资本退出，获取高额的投资回报，实现资本增值，是风险投资的主要管理策略之一。因此，无论是作为企业股东，还是作为专业的投资机构，风险投资都将会在企业 IPO 过程中起到战略管理和监督的实质性作用。由于股票市场的“吸金作用”和“公司价值最大化作用”，企业一般需要在 IPO 过程中尽可能募集更多的资金以支持其自身的发展，因此企业便有动机在 IPO 之前或 IPO 过程中进行盈余管理，而拟上市公司与二级市场投资者之间存在着信息不对称的事实为盈余管理创造了条件。

企业 IPO 过程中的盈余管理问题一直是国内外学者研究的热点，大量研究

结果表明,为满足证监会对公司上市资格的要求,以及上市之后市场对公司股票的积极反馈以募集更多资金,拟上市公司往往通过关联交易、会计估计变更等手段进行财务粉饰。作为企业股东,风险投资机构能够在 IPO 过程中发挥认证、监督的作用,从而对拟上市公司盈余管理行为有一定抑制作用;而作为专业的机构投资者,出于投资收益最大化的目的,风险投资机构又有鼓励企业进行正向盈余管理的动机。无论在国外成熟资本市场还是国内新兴市场,以上两种情况均有学者验证过,并得出不同的结论。

与发达资本主义背景下发展起来的风险投资相比,中国风险投资的发展受到明显的政府主导作用,政府背景的风险投资对高科技产业发展的推进作用不容小觑。随着我国资本市场结构的不断丰富和对外的逐渐开放,私人背景、外资背景的风险投资成为我国风险投资发展的新生力量。相对于政府背景,私人、外资背景的风险投资在公司治理方面有着更丰富的经验,同时本身拥有更强大的产业链资源整合能力,因此更值得关注。此外,对于组织形式来说,有限合伙制是风险投资最理想的组织形式,但因我国 2007 年修订的《合伙企业法》中才确立有限合伙制,合法时间相对较短,我国组织形式为有限合伙制的风险投资机构相对较少,不过随着我国风险投资的逐步完善和开放,有限合伙制势必成为其组织形式的主流,因此同样受到关注。

基于以上研究背景,本文将风险投资及其异质性与以高科技企业为主的创业板市场相结合,以企业 IPO 过程中盈余管理行为作为研究对象,通过理论与实证相结合的方式,探究风险投资及其异质性与创业板上市公司 IPO 过程中盈余管理之间的关系。

1.1.2 研究意义

创业板自成立以来便备受关注,一直是国内相关各方探讨的焦点。作为建立健全多层次资本市场、实现投融资多元化的重要渠道,创业板市场的健康发展意义重大,并且能够为接下来战略新兴板的成立提供重要的借鉴作用。企业在 IPO 过程中的盈余管理行为一直是阻碍我国资本市场完善的重要因素,一方面, IPO 盈余管理扭曲公司真实的财务状况,有悖于监管机构设定一定上市门槛来保证上市公司质量以保护投资人权益的初衷;另一方面,由于对未来业绩

的透支作用，盈余管理也不利于企业的长期发展。因此，对企业 IPO 过程中盈余管理行为的研究意义重大，风险投资对盈余管理的影响也是国内外学者研究的热点问题。

国外学者大多在一个比较成熟的资本市场环境中探讨风险投资对企业在 IPO 过程中管理者盈余管理行为的影响，而风险投资发展尚未成熟的我国，对新兴资本市场的认证、监管作用尚待考察，加上我国异于资本主义市场的制度环境，政府对风险投资的主导作用不容忽视。所以，进一步验证风险投资与上市公司盈余管理之间的关系以及探讨风险投资异质性对盈余管理的影响，对完善我国资本市场结构、促进我国风险投资事业有序发展有着重大意义。

1.2 研究方法、研究内容及创新

1.2.1 研究方法

本文采用理论与实证相结合的方法，在回顾国内外有关风险投资、风险投资异质性、IPO、盈余管理等相关代表性文献的基础上，总结出风险投资对 IPO 盈余管理的三种效应，在此基础上进一步探讨风险投资异质性对 IPO 盈余管理的影响。本文以创业板市场自 2009 年推出以来到 2012 年四年间上市的 355 家公司为研究对象。首先，运用修正的 Jones 模型得出样本公司 IPO 前一年、当年及后两年的应计盈余管理水平；然后，对样本公司进行描述性统计；再次，通过 Pearson 检验来检验变量之间的相关性；最后对模型进行多元回归并分析结果。

本文研究思路如下：

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.